

负责人：詹向阳 樊志刚

经济增长表现尚佳 治理通胀仍需努力

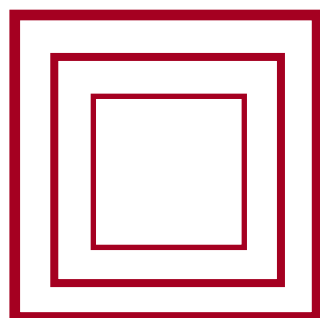
国内宏观经济研究团队：

——2011 年第 1 季度中国宏观经济金融
走势、政策分析及展望

樊志刚 赵幼力 王小娥 朱妮

2011 年 4 月 27 日

中国经济



知音 知道 知胜
Readings Foresights Strategies

相关研究：

2011/4/22《通胀压力持续存在，利率上调可能继续——从全球视角看本次加息及中国未来货币政策走向》

2011/4/12《央行货币政策转向意图明显，银行经营能力水平面临多方考验——货币政策转向背景下我行对策研究》

2011/3/28《因势利导，扎实推进跨境人民币业务大发展——2010年人民币国际化的进展及我行的对策分析》

要点：

2011 年一季度，中国经济延续了去年下半年以来的平稳较快增长态势，经济运行总体稳中有升，经济结构有所优化；与此同时，在货币政策由“适度宽松”转向“稳健”的背景下，社会流动性逐步收紧回归常态；而在旺盛的国内需求以及大宗商品价格大幅上涨等因素的推动下，一季度我国首现贸易逆差。但经济运行中仍存在以下问题，包括：核心通胀上升速度较快，通胀形势依然严峻；房地产市场“量缩价滞”，宏观调控仍然面临较大压力；信贷供需矛盾突出，前期大规模投资建设项目的资金接续潜在风险上升；消费增速较为低迷，转变经济增长方式任重道远。展望未来，在相对稳定的外需环境下，工业化和城镇化加速上升将带动投资需求和消费需求持续旺盛，“十二五”规划在提供诸多增长机遇的同时将形成更可持续的经济增长点，预计未来经济增长的稳定性将进一步增强，增长态势总体向好。保持物价总水平基本稳定将仍然是今年宏观调控的首要任务。就货币政策而言，一是准备金率仍有上调可能，但频率将明显下降。二是利率年内仍有 2-3 次上调可能性。三是人民币兑美元升值速度将适度加快。财政政策仍将坚持积极的“有扶有控”政策取向，重点在把有限的资金用于支持薄弱环节，推动经济结构调整。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

Analysis and Outlook for China's Economy and Macro-economic Policy in 2011 1st Quarter: Sound Economic Growth leaves Room for Price Control

Executive Summary

During the first quarter of 2011, China has maintained steady and rapid economic development since the second half of last year, with improved economic structure. Under the background of the shift from a moderately easy monetary policy to a prudent one, the social liquidity gradually goes down to a normal level. Trade deficit appeared in this quarter due to the soaring domestic demand and rising price of major commodities. Nevertheless, there are still some major problems existing in China's economy. The core inflation rises fast, making the inflationary situation still serious. The trade volume shrinks while the price maintains static in the real estate market, adding pressures to the macro-control. The shortage of credit funds enlarges potential risks of previous large-scale investment and construction projects. Slow consumption growth means that there is still a long way to go to transform the pattern of economic development. Viewing the future, with the relatively steady external demand, the accelerating industrialization and urbanization will make the investment and consumer demand to be constantly brisk, and the 12th five-year-plan will produce many development opportunities as well as more sustainable areas of economic growth. We expect a more stable and better economic growth in the coming period. As for the macroeconomic control, it will still be the primary task to keep the general price basically stable. Specifically, the monetary policy will focus on three major dimensions. First, there is still some space to raise the required reserve ratio, but the frequency may decrease obviously. Second, it's possible for the central bank to raise the interest rate for 2-3 times for the rest of the year. Last but not the least, the appreciation of the RMB against the US dollar would accelerate moderately. The fiscal policy will stick to support certain areas and limit others and emphasize on providing limited funds to weak links to promote the economic restructuring.

目录

一、2011 年一季度经济运行的总体特征.....	1
(一) 经济运行总体稳中有升, 多项指标表现良好	1
(二) 经济结构继续优化, 农村居民收入成最大亮点	2
(三) 进口量价齐升, 季度贸易逆差六年首现	4
(四) 流动性管理成效显著, 境外资金入境势头重现	4
二、当前中国经济运行中存在的问题和矛盾	5
(一) 核心通胀上升速度较快, 通胀形势依然严峻	5
(二) 房地产市场“量缩价滞”, 房价调控仍然面临较大压力	7
(三) 信贷供需矛盾突出, 前期大规模投资建设项目的资金接续潜在风险上升.....	9
(四) 消费增速较为低迷、地方投资增速较高, 转变经济增长方式任重道远.....	9
三、下一阶段宏观经济和政策走势	11
(一) 下一阶段宏观经济金融政策走势	11
(二) 下一步经济形势预判	12

图表目录

图 1 GDP 同比增速图.....	1
图 2 工业增加值增速.....	2
图 3 固定资产和房地产投资增速.....	3
图 4 国有、非国有累计投资额占比.....	3
图 5 国有、非国有投资增速.....	4
图 6 货币供应量增速.....	5
图 7 贸易顺差和外汇储备增速.....	5
图 8 非贸易、非 FDI 项下的资金流入.....	6
图 9 CPI 食品和非食品消费价格指数.....	7
图 10 近三年 3 月 CPI 八大类商品价格当月同比增速.....	8
图 11 生产资料价格当月环比指数折线图	7
图 12 商品房销售额累计同比增速折线图	8
图 13 社会消费品零售额累计实际同比增速折线图	10
图 14 消费者信心指数、满意指数、预期指数折线图.....	12
图 15 全社会固定资产投资累计同比增速折线图	11
图 16 CPI 的翘尾和新增因素.....	14
图 17 PPI 的翘尾和新增因素.....	14
表 1 三驾马车对 GDP 的贡献率 (%)	3

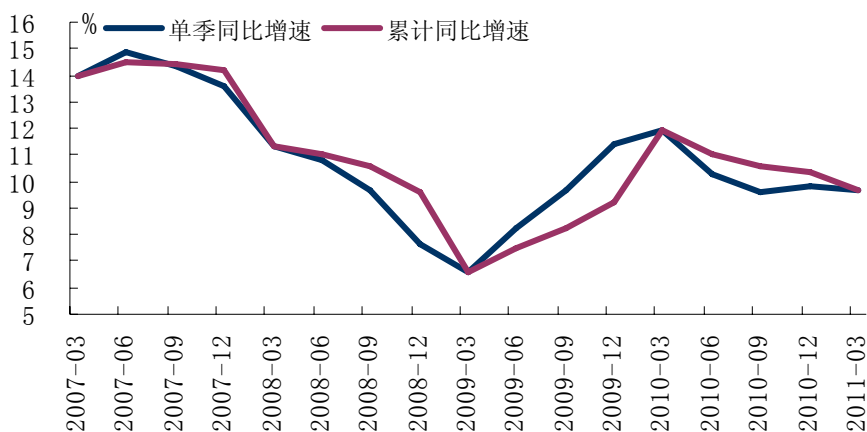
2011 年一季度，我国宏观经济表现总体良好，但经济运行中仍存在通胀压力较大、房地产市场调控效果尚不巩固等问题，而一季度消费增速的低迷与地方投资增速的高涨再次凸现我国转变经济增长方式任重道远。在经济保持良好增长态势、发展基础更加坚实的基础上，政府将继续把对物价、房价的治理作为宏观调控的重点，预计未来一段时期内货币政策仍将继续收紧。

一、2011 年一季度经济运行的总体特征

（一）经济运行总体稳中有升，多项指标表现良好

2011 年一季度，我国经济延续了去年下半年以来的平稳较快增长态势，一季度GDP同比增长 9.7%，连续第三个季度同比增速保持在 9.5% 至 10% 的区间¹，一季度经济环比增长 2.1%，经济增长态势总体向好（见图 1）。

图 1 GDP 同比增速图
(2007.3-2011.3)



此外，多项指标亦表现出平稳回升态势。一是宏观经济的

¹ 2010 年 1-4 季度GDP增速分别为 11.9%、10.3%、9.6%和 9.8%。

先行指标用电量增速稳步回升。一季度全社会用电量累计 10911 亿千瓦时，这是我国第一季度用电量首次突破万亿大关，同比增长 12.7%。二是工业生产平稳增长。一季度规模以上工业增加值同比增长 14.4%，3 月当月同比增长 14.8%，均位于较高水平（见图 2）。三是投资稳步增长。一季度，固定资产投资同比增长 25%，基本处于历史正常水平；房地产开发投资同比增长 34.1%（见图 3），是固定资产投资增长的重要推力。

图 2 工业增加值增速
(2007.2-2011.3)

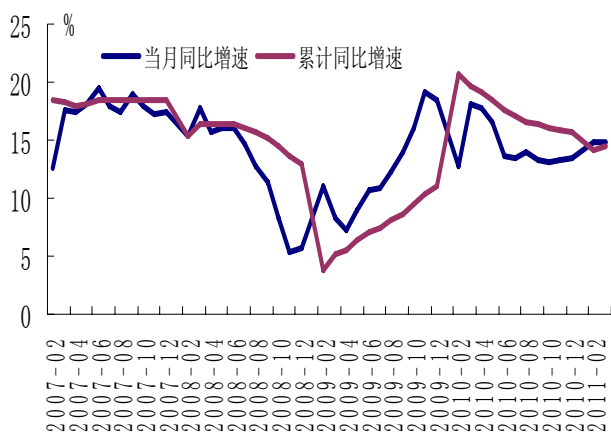
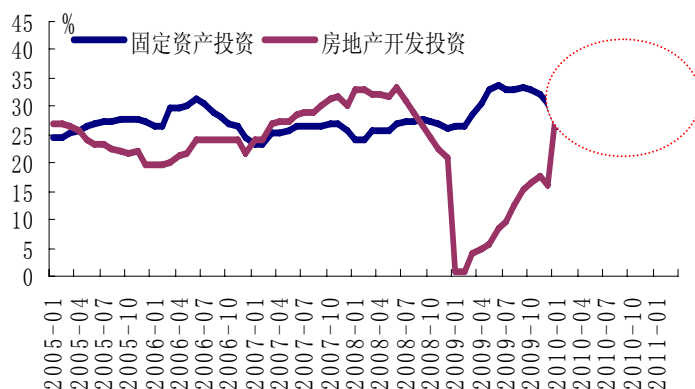


图 3 固定资产和房地产投资增速
(2005.1-2011.3)



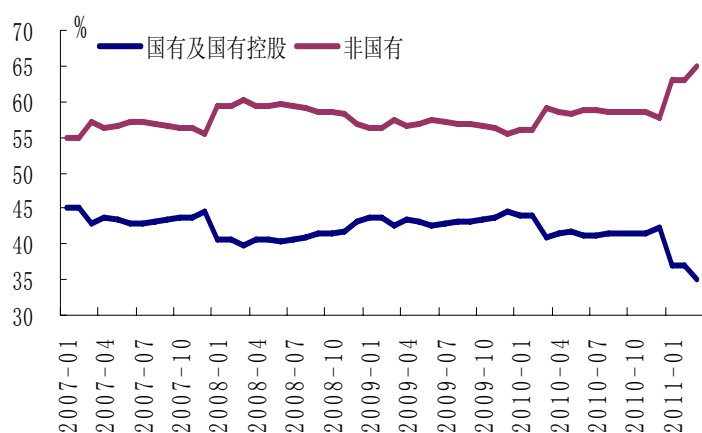
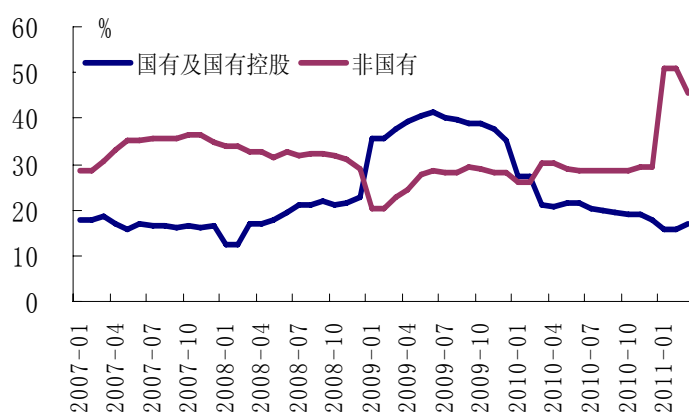
（二）经济结构继续优化，农村居民收入成最大亮点

首先，内需对经济增长的贡献继续增加。一季度，最终消费和资本形成合计拉动 GDP 增长 10.2 个百分点，对 GDP 的贡献率合计为 104.4%（见表 1）。其次，民间投资发展迅速。一季度，非国有固定资产累计投资额占固定资产累计投资总额的比重由去年年底的 57.7% 升至 65%，创下该数据统计以来的最高纪录；非国有固定资产投资累计同比增速也远高于国有及国有控股投

资增速（见图 4、图 5）。第三，农村居民收入增速再超城镇居民。继 2010 年农村居民收入增速 27 年来首次超过城镇居民收入增长后，2011 年一季度，农村居民收入增速再次大幅提升，人均现金收入同比增长 20.6%，扣除价格因素后实际增长 14.3%，比城镇居民收入增速高 7.2 个百分点²。农村居民收入增长加快主要源于农产品价格大幅上涨使农民从事农业生产的收入增加，以及外出务工农民工数量增加的同时工资也在持续上涨³，使非农收入出现较快增长。这是否是“人口红利”衰减以及“刘易斯拐点”⁴渐行渐近的表现还有待于进一步观察。

表 1 三驾马车对 GDP 的贡献率（%）

	2007	2008	2009	2010	2011 年一季度
GDP	14.2	9.6	9.1	10.3	9.7
最终消费	5.6	4.2	4.1	3.9	5.9
资本形成总额	6.1	4.6	8.7	5.6	4.3
净出口	2.5	0.8	-3.7	0.8	-0.5

图4 国有、非国有累计投资额占比
(2007.1-2011.3)图5 国有、非国有投资增速
(2007.1-2011.3)

² 今年一季度城镇居民人均可支配收入同比增长 12.3%，扣除价格因素后实际增长 7.1%。

³ 今年一季度农民工外出人数比上年同期增加了 530 万人，同期农民工的工资增加超过 10%，月收入水平突破 1800 元/月。

⁴ 即劳动力过剩向短缺的转折点，是指工业化过程中，农村富余劳动力逐渐向非农产业的转移，直到农村剩余劳动力完全转移完毕。

（三）进口量价齐升，季度贸易逆差六年首现

一季度，我国实现贸易逆差 10.2 亿美元，六年来首现季度贸易逆差。首先，逆差出现的原因主要是进口出现了快速增长，而非出口减少。一季度我国进口 4006.6 亿美元，季度规模创历史新高，同比增长 32.6%；出口 3996 亿美元，同比增长 26.5%。进口商品中资源品进口量增长显著，原油、铁矿砂、成品油进口数量分别增长 11.9%、14.4%和 27.7%，印证了我国目前国内需求比较旺盛。其次，进口价格上涨是推动进口快速增长的因素之一。一季度，在 32.6%的进口额同比增速中，价格上涨拉动 16.5 个百分点。最后，一般贸易逆差是总体贸易逆差的主要原因。一季度，一般贸易逆差达 459 亿美元，同比增长 66.5%。2009 年以来，一般贸易总体呈顺差缩小、逆差扩大态势，2010 年 11 月以后，单月持续逆差且规模逐步扩大。

（四）流动性管理成效显著，境外资金入境势头重现

3 月末，M1、M2 分别同比增长 15%和 16.6%，较上年末回落 6.2 和 3.1 个百分点，创 2009 年以来各季度的最低增速，总的来看，社会流动性水平正从高位向常规回落，表明政府的流动性管理成效显著（见图 6）。值得注意的是，贸易顺差和外汇储备呈反向变动，与去年 11 月开始的外贸顺差规模总体下降态势不同，外汇储备增速自去年 12 月开始逐月加快（见图 7）。今年一季度，新增外汇储备扣除贸易顺差和 FDI 后所得的非贸易、非 FDI 项

下的资金流入超过 1600 亿美元，处于季度高位（见图 8）。总的来看，境外资金流入的动力依然较强。

图6 货币供应量增速
(2007. 1-2011. 3)

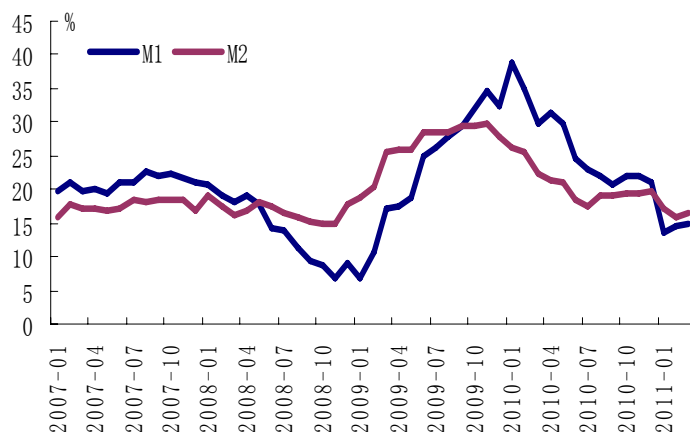


图 7 贸易顺差和外汇储备增速
(2009. 6-2011. 3)

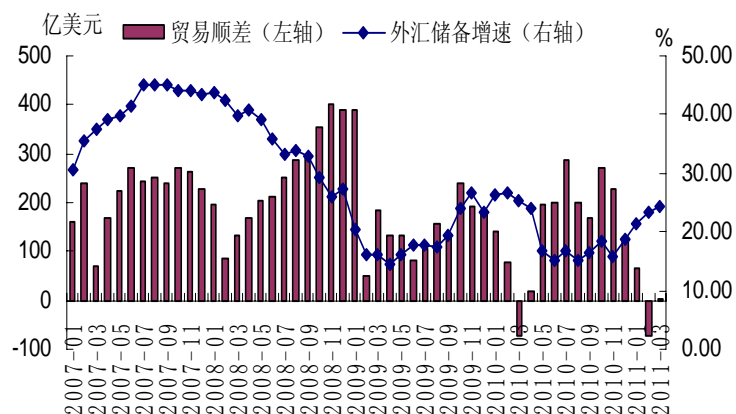
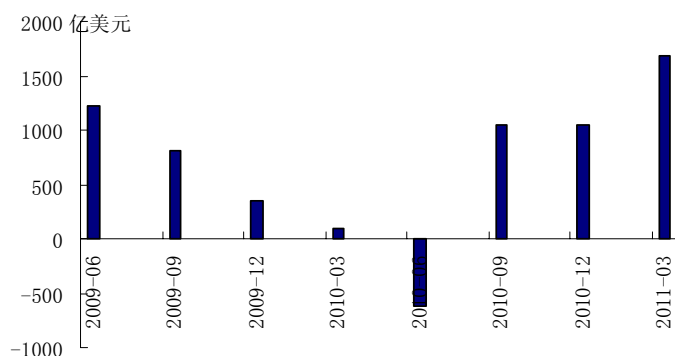


图 8 非贸易、非 FDI 项下的资金流入
(2007. 1-2011. 3)



二、当前中国经济运行中存在的问题和矛盾

（一）核心通胀上升速度较快，通胀形势依然严峻

2011 年 3 月，中国居民消费价格指数 (CPI) 同比增长 5.4%，创 2008 年 8 月以来新高；工业品出厂价格指数 (PPI) 同比增长

7.3%，创 2008 年 10 月以来的新高。而尤为值得关注的是，本次通胀中，核心通胀上升速度较快，CPI 非食品已超越 2008 年⁵的最高水平（见图 9）；构成 CPI 的八大类价格指数都出现了明显上涨，连以往通常下降的交通和通信类价格都出现了 0.1% 的上涨（见图 10）。从目前来看，推动此轮物价上涨的因素没有发生根本性转变甚至还有加剧趋势。一是输入性通胀压力还在加大。受全球流动性充裕、美元走软、西亚北非局势动荡、日本地震灾害的影响，国际大宗商品价格持续上升，目前国际大宗商品期货价格指数已超过国际金融危机前的水平。原油期货价格攀升至两年半以来的最高点。特别是在全球流动性宽松、投机活跃的背景下，大宗商品金融化特性增强，价格并不完全由供求关系决定。受国际大宗商品价格大幅上涨的影响，我国能源、原材料价格“水涨船高”，向下游传导的压力加大。二是食品和居住等结构性物价上涨压力仍然很大。2010 年 7 月以来，农业生产资料价格持续上涨，其中，饲料价格自 2009 年 3 月以来已连续上涨长达两年时间（见图 11）。农业生产资料价格的上涨必然造成农业种植养殖成本增加，最终传导至食品价格。房地产调控政策的落实也促使很多购房者处于暂时观望状态，很多购房需求转化为租房需求，推动租房价格上涨。三是要素成本涨幅加大。今年劳动工资持续上涨，加上利率上调，增加了企业的成本，对物价总水平的

⁵ 2008 年是上一轮通胀爆发时期，2008 年 4 月我国 CPI 同比上涨高达 8.48%。

影响不可低估。四是从翘尾来看，2011 年CPI各季度翘尾因素分别为 3.4%、3.5%、2.9%和 0.7%，一二季度翘尾因素偏高。

图 9 CPI 食品和非食品消费价格指数
(2005.1-2011.3)

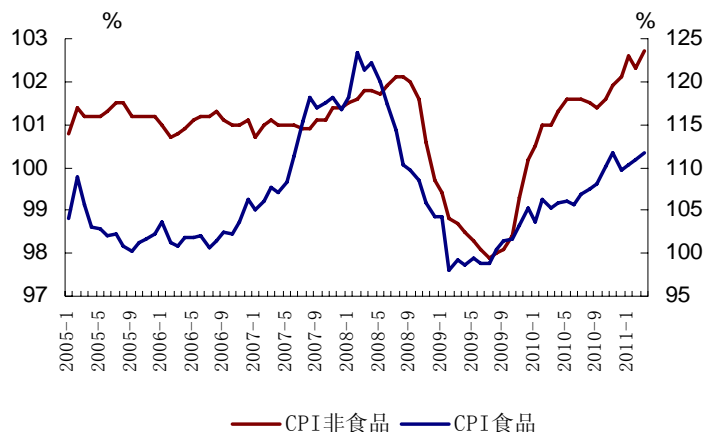


图 10 近三年 3 月 CPI 八大类商品价格当月同比增速

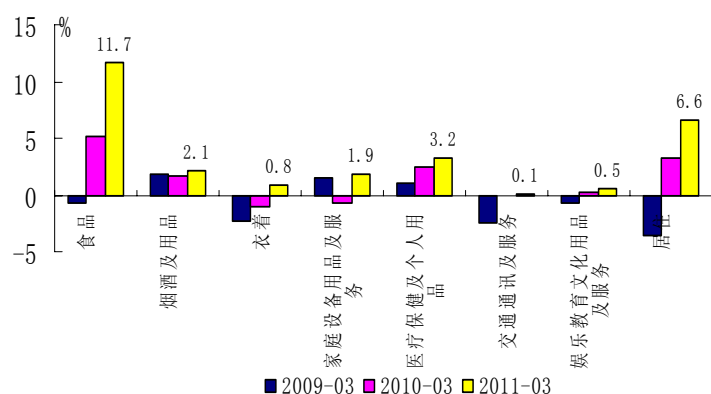
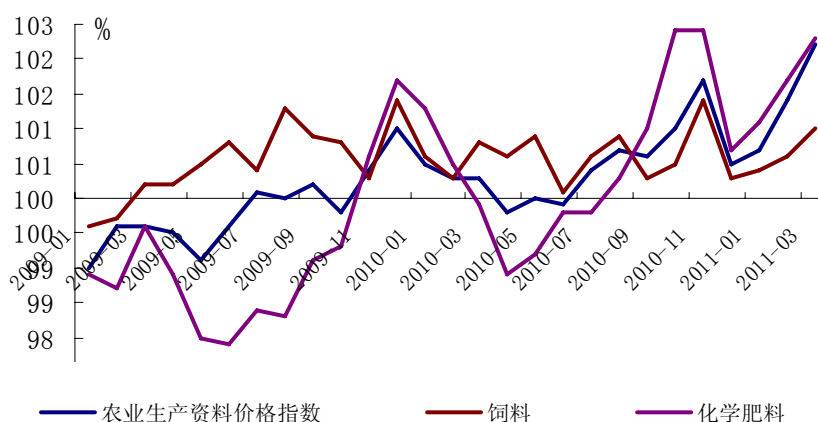


图 11 生产资料价格当月环比指数折线图
(2009.1-2011.3)

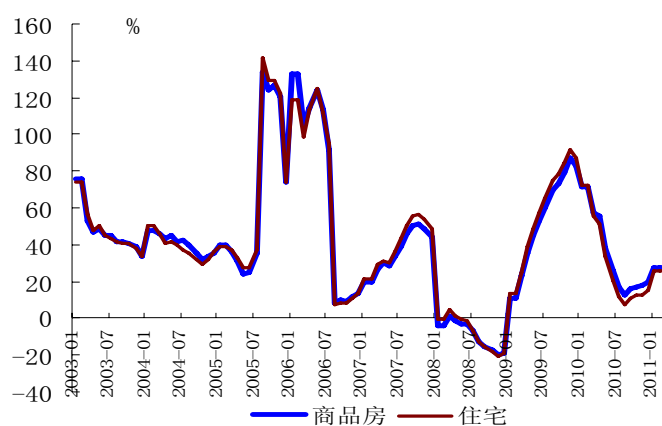


（二）房地产市场“量缩价滞”，房价调控仍然面临较大压力

自 2010 年国务院进行房地产调控以来，我国房地产市场出现了一些积极的变化，主要表现在房价快速上涨的势头得到遏制的同时，房地产投资量仍在大幅增长（见图 3）。2011 年 3 月，

国家统计局统计的 70 个大中城市中，新建商品住宅价格环比下降和持平的城市有 20 个，比 2 月增加了 6 个，环比涨幅比 2 月缩小的城市有 29 个；同比方面，有 2 个城市同比下降，比 2 月增加了 1 个，同比涨幅回落的有 46 个城市，比上月增加了 16 个。但房地产市场仍然存在以下三方面问题值得警惕，第一，2010 年以来商品房尤其住宅交易量增速持续回落（见图 12），这种态势持续时间过长，将会影响到商品房下一步的开发速度和房地产投资增速，减少未来商品房的供应，反而会加大未来房价上涨的压力。第二，购房者的暂时观望是交易量回落的原因之一，如果调控政策不能有效引导市场预期、不能引导开发商合理定价，则很容易引起房价反弹。第三，在保障房建设中，要防止出现保障房建设豆腐渣工程以及房屋分配寻租等问题。

图 12 商品房销售额累计同比增速折线图
(2003.1-2011.3)



（三）信贷供需矛盾突出，前期大规模投资建设工程的资金接续潜在风险上升

在货币政策转向以及监管层对银行加强了资本、风险等宏观审慎管理要求的影响下，今年以来商业银行信贷投放增速明显放缓。2011 年一季度金融机构月均新增人民币贷款 7516.7 亿元，比 2010 年同期少增 1164 亿元，比 2009 年同期少增 7748.3 亿元。与此同时，2011 年作为中国“十二五”规划的开局之年，重大项目建设将有序启动，前两年四万亿经济刺激计划仍有部分项目处于收尾期，实体经济资金需求依然强劲。而目前中国资本市场还不够发达，只有一小部分企业可以在市场上进行直接融资，更多的企业还是需要从银行贷款。一边是旺盛的资金需求，一边是相对稀缺的信贷资源，信贷供需矛盾非常突出。前期大规模投资建设工程的资金接续潜在风险上升，不仅使银行信贷安全和盈利水平面临新考验，也会影响到一些实体企业的资金周转和投资行为。

（四）消费增速较为低迷、地方投资增速较高，转变经济增长方式任重道远

2011 年一季度，我国社会消费品零售总额增长 16.3%，扣除价格因素后，实际增长仅为 11.6%，处于近三年来的低位（见图 13）；3 月消费者信心指数、消费者预期指数、消费者满意指数尽管出现小幅反弹，但仍处于历史低位（见图 14），表明我国消

费没有从根本上得到提振。与此同时，固定资产投资仍然快速增长。2011 年一季度，固定资产投资同比增长 25%，其中地方项目投资同比增长 26.8%，中央项目投资同比增长 3%（见图 15）。地方投资的高增速数据与各地以 GDP 为导向的发展冲动有一定的关系。另外，目前仍有不少投资项目属于高耗能重化工项目，有的地区甚至不问条件要在沿海建立深水港和钢铁、化工为主的临海工业区，实现“两头在外”的国际大循环，这将把污染与能耗留到国内。这类投资不仅不利于优化结构、转变发展方式，而且将固化未来 20-30 年的产业结构，使中国产业结构出现“逆调整”。

图 13 社会消费品零售额累计实际同比增速⁶折线图
(2008.1-2011.3)

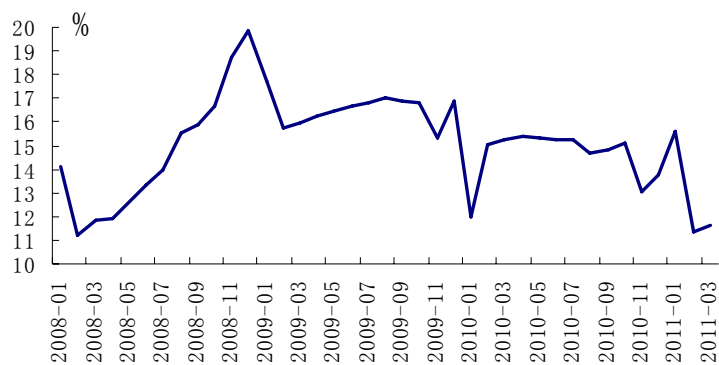
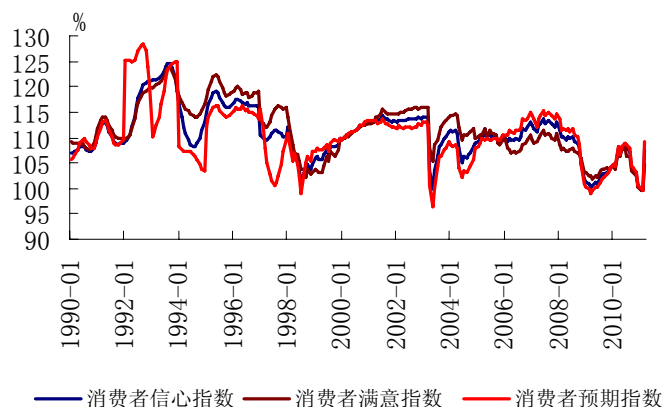
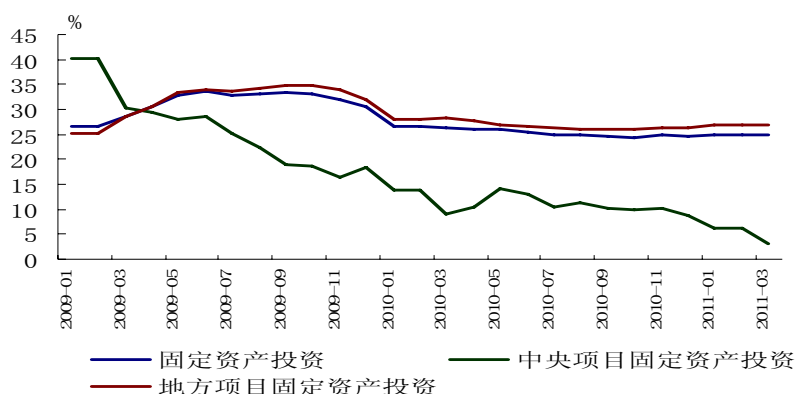


图 14 消费者信心指数、满意指数、预期指数折线图
(2008.1-2011.3)



⁶ 扣除价格因素后的社会消费品零售额实际增速图。

图 15 全社会固定资产投资累计同比增速折线图
(2009.1-2011.3)

三、下一阶段宏观经济和政策走势

(一) 下一阶段宏观经济金融政策走势

展望未来,保持物价总水平基本稳定仍将是今年宏观调控的首要任务。就货币政策而言,一是准备金率仍有上调可能,但频率将明显下降。公开市场到期资金⁷和外汇占款的增长为通货膨胀提供了货币支撑,央行后续对冲压力仍然较大,准备金有继续上调的可能,但鉴于数次上调的累积效应,频率将明显下降。二是利率年内仍有 2-3 次上调可能性。中国未来的加息空间主要取决于两个方面:一是中国自身的通胀压力;二是世界主要经济体宏观政策。目前国内通胀压力居高不下,同时,通胀已由新兴经济体向发达国家蔓延,预计全球各国受制于通胀压力将纷纷退出宽松政策⁸,这将在一定程度上缓解我国加息带来的境外资金入境压力,因此利率还有上调空间。按照今年CPI4%的目标和目

⁷ 二季度预计公开市场到期量超过 1.8 万亿元。

⁸ 欧洲央行已于 4 月 7 日上调基准利率 25 个基点以“抑制通胀预期升温”,同时美国通胀压力的上升可能促使美联储加快宽松政策的退出步伐。

前 3.25%的一年期定期存款利率计算，再考虑到央行 2010 年以来每次 0.25%的加息幅度，今年还需加息 2-3 次才能恢复正利率。三是人民币兑美元升值速度将适度加快。受制于输入性通胀压力趋于加大的态势，汇率政策在抑制输入性通胀中将发挥更大的作用。

财政政策仍将坚持积极的“有扶有控”政策取向，重点在把有限的资金用于支持薄弱环节，推动经济结构调整：一是加大国民收入分配改革力度，如拟出台的个税修正案等，旨在使居民分享到更多福祉的同时，支持其消费增长。二是加大对农田水利等农村基础设施建设的支持力度，发展现代农业；三是加大对战略性新兴产业的支持力度，大力培育新的经济增长点，努力抢占未来发展的战略制高点；四是加大对自主创新方面的投入，把科教兴国、自主创新战略落实到实际工作中去，真正推动研发投入快速增长。

（二）下一步经济形势预判

展望未来，经济增长的稳定性增强，态势总体向好。在相对稳定的外需环境下，工业化和城镇化加速上升将带动投资需求和消费需求持续旺盛，“十二五”规划在提供诸多增长机遇的同时将形成更可持续的经济增长点。固定资产投资仍将保持快速增长。今年我国安排建设保障性住房近 1000 万套，水利投资额将达到 4000~5000 亿元，铁路安排基本建设投资 7000 亿元，另外，

各地“十二五”重大规划项目的陆续集中开工，以及“新 36 条”对民间投资的推进，都将对投资增长形成重要支撑。消费将在多空因素博弈下保持稳步增长。虽然家电下乡等短期促消费政策到期、房地产政策的加码和部分城市的汽车限购政策将对相关领域的消费产生一定的抑制作用，但国民收入分配改革、社会保障建设的不断推进都将支持消费继续稳步增长。出口增速放缓，全年顺差规模下降。全球包括美国等发达国家经济的稳步复苏对中国出口增长形成一定的支撑，但我国劳动力工资快速上涨、人民币升值以及后危机时期欧美大国贸易保护政策频出等因素将会对我国贸易出口产生不利影响，预计全年出口增速将有所回落。在旺盛的内需推动和国家扩大进口政策的刺激下，进口有望继续快速增长，最终导致贸易顺差规模较 2010 年有所下降。价格上行压力较大，但涨幅可控。如前所述，2011 年内我国价格上行压力依然较大。但我国充裕的粮食库存、工业品领域普遍存在的产能过剩以及政府对通胀的高度重视将促使全年物价涨幅在可控范围之内。根据 ARIMA 模型测算结果，结合我所建立的价格预警模型⁹运行结果，并考虑到未来各月的翘尾影响，预计 2011 年上半年 CPI 同比上涨约 5.2%，全年 CPI 同比上涨约 4.5%，物价运行拐点在年中出现的可能性比较大，具体未来各月 CPI、PPI 预测数

⁹详见我所 2011 年 1 月 31 日发布的 2010 年度课题报告《关于 GDP、价格等主要宏观经济指标预测体系的构建——我国 GDP 经济周期模型、GDP 季度组合预测模型及价格先行指数预警模型构建及指标未来走势展望》。

据走势见图 16、图 17。新增信贷不会大幅收紧。如前所述，2011 年作为“十二五”规划的开局之年，重大项目建设将有序启动，保障性安居工程、水利建设、战略性新兴产业以及高铁建设将是今年的投资重点，为支持国家重点项目建设，今年的新增信贷不会大幅收紧。房地产市场维持相持状态，房价有望阶段性小幅回落。鉴于中央对住房价格的高度重视，加上保障房大量建设对商品房需求的分流以及前期其他一系列调控政策效应的不断显现，预计年内房价可能出现阶段性小幅回落。

图 16 CPI 的翘尾和新增因素
(2009.1-2011.12)

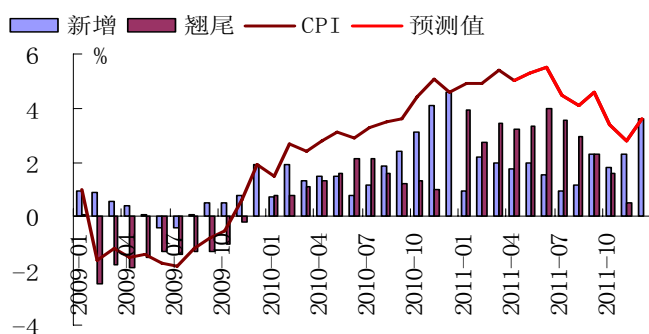


图 17 PPI 的翘尾和新增因素
(2009.1-2011.12)

